

## LE COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE – DÉCEMBRE 2017

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a dégagé un rendement de 0,5 % au mois de décembre et un rendement de 7,8 % pour l'année 2017. Bien que nous ayons raté certaines occasions de placement, nous sommes dans l'ensemble satisfaits de la manière dont s'est déroulée l'année écoulée. Le Fonds a produit des rendements supérieurs à ceux de son indice repère encore une fois cette année tout en affichant une volatilité relativement faible.

Parmi les titres les plus performants au mois de décembre, citons celui de Global Brokerage Inc. qui a connu une hausse de 10 % suite à un accord d'échange de la dette conclu entre l'émetteur et les détenteurs d'obligations. D'autres titres ayant produit de bons rendements sont celui de Sherritt International, qui a profité des belles perspectives de croissance pour les producteurs de cobalt pour faire croître de 7 % la valeur de son obligation dotée d'une échéance de 2025, et celui de Moduslink Global Solutions, dont la valeur des billets convertibles a fortement augmenté suite à une acquisition. Ces gains ont été en partie contrebalancés par la faiblesse des titres de bonne qualité qui ont réagi au recul du rendement des obligations gouvernementales.

### Perspectives pour 2018

En nous tournant vers l'année 2018, nous tenons compte d'un ensemble de facteurs, certains incitant à la prudence et d'autres préconisant une perspective plus constructive en ce qui concerne le risque de crédit.

Selon nous, l'un des facteurs les plus importants actuellement sur le marché du crédit est que les écarts de crédit sont relativement faibles et que les multiples de valorisation des entreprises sont relativement élevés. L'expérience nous a appris à être prudents dans de telles circonstances.

En effet, le fait que les indicateurs économiques avancés sont très solides et que certaines banques centrales continuent de soutenir les marchés du crédit en achetant des titres par le biais de la création de nouvelles espèces sont des facteurs positifs qui semblent opérer un effet modérateur. Ainsi, il est possible que les multiples restent élevés et que les écarts demeurent faibles pendant un certain temps encore. Malgré cela, nous continuons de faire preuve d'une certaine prudence compte tenu du cours élevé du crédit à haut rendement.

### Positionnement pour 2018

Notre stratégie à l'égard des marchés pour 2018 se compose de trois éléments principaux. Commençons par la stratégie défensive. Les positions défensives du Fonds ont pour but de protéger nos titres contre une perte occasionnée par un retournement du marché et nous veillons à ce que ces mesures soient en place en assurant que le plus de titres possible soient protégés par une large marge de réserves de fonds propres, de titres de second rang et de liquidités. Notre moyen privilégié pour mesurer cette marge fait appel à des modèles de probabilité de défaillance. Ainsi, en fin d'exercice, plus de 60 % du portefeuille total était composé de titres d'émetteurs dotés d'une probabilité de défaillance sur un an de Bloomberg de moins de 0,2 %. Il est rare que notre pondération dans ce groupe à faible risque dépasse ce niveau.

Le deuxième élément de notre stratégie pour 2018 vise les durations courtes. Bien que nous ne soyons pas entièrement protégés contre l'impact d'une hausse des taux d'intérêt, le fait que notre portefeuille soit doté d'une durée de 2,6 ans le place parmi les portefeuilles les moins exposés de la catégorie « revenu ».

Le troisième élément de notre stratégie vise la construction d'un portefeuille disposant d'une large marge de croissance. Nous y parvenons de plusieurs façons. Une façon d'y parvenir consiste à détenir plusieurs obligations convertibles qui sont sur le point d'opérer une conversion contre actions rentable. Nous achetons typiquement des titres convertibles où la valeur de la composante de capitaux propres est tombée tellement en deçà du prix de conversion que celui-ci est maintenant inférieur à la juste valeur. Cela dit, si jamais le sort de l'entreprise s'améliore par la suite, le titre convertible pourrait retrouver sa valeur et présenter une occasion bien plus intéressante.

Nous disposons également d'autres façons de créer des marges de croissance. Nous détenons par exemple des obligations d'entreprises en difficulté que nous achetons (à un escompte important par rapport à leur valeur nominale) lorsque nous estimons que la valeur de recouvrement est sensiblement plus élevée que le cours boursier. En outre, nous détenons certains fonds de placement à capital fixe qui détiennent des obligations que nous pourrions autrement détenir directement dans le Fonds, mais qui se négocient à un escompte important à deux chiffres par rapport à la valeur liquidative journalière. Et pour terminer, nous détenons quelques actions privilégiées qui se négocient à un cours bien inférieur à leur valeur nominale de 25 \$ en raison de réinitialisations de taux défavorables opérées dans le passé.

Bien qu'un bon nombre des titres susceptibles de créer des marges de croissance disposent de réserves de liquidités et de fonds propres qui en font d'excellents choix défensifs, ils offrent également une perspective de croissance qui est essentielle pour notre Fonds. Dans les circonstances idéales, nous estimons que près de 50 % des titres en portefeuille sont susceptibles de dégager un rendement supérieur à 10 % en 2018.

### **Certains titres susceptibles de faire pencher la balance**

Bien que nous disposions d'un plan d'ensemble, il arrive souvent que nos meilleures décisions soient prises malgré notre stratégie plutôt qu'à cause de celle-ci. C'est-à-dire que, de façon générale, le travail que nous effectuons sur des titres de crédit individuels s'est révélé être bien plus rentable et efficace que notre capacité à prévoir l'évolution des marchés. Nous présentons ci-dessous certains titres qui, selon nous, offrent une excellente valeur dans le contexte du marché actuel.

Obligations Just Energy à 6,5 % dotées d'une échéance de juillet 2019. Ces obligations convertibles de premier rang de l'entreprise Just Energy, établie à Mississauga, offrent un rendement supplémentaire sans raison particulière qui soit liée au crédit. À notre avis, les investisseurs du domaine du crédit ont ignoré l'énorme valeur de liquidation de Just Energy, une entreprise qui fait son argent en tirant profit de l'important écart qui existe entre le prix de gros et de détail de l'énergie. Avec une marge intrinsèque brute de plus de 1 milliard \$ (qui représente, en pratique, la marge brute exprimée en dollars des contrats actuels avec les clients) la valeur de cette obligation de 150 millions \$ US serait couverte plus de cinq fois par la valeur de l'entreprise même si Just Energy était obligée de fermer boutique. Cela étant dit, rien ne semble indiquer que Just Energy anticipe une telle éventualité et nous sommes d'avis que les efforts de la direction visant à augmenter les marges et les ventes seront fructueux. Dotées d'un rendement à l'échéance (2019) de plus de 7 %, nous estimons que ces obligations offrent un excellent potentiel de rendement et qu'elles sont assorties d'un risque de crédit négligeable.

Obligations KeyW Holding à 2,5 % dotées d'une échéance de juillet 2019. Nous estimons que les obligations convertibles assorties d'une durée courte de KeyW se négocient elles aussi à un prix inférieur à leur juste valeur compte tenu de la stabilité et de la croissance des bénéfices de l'entreprise. KeyW offre des services de conseil en technologies de l'information liées aux systèmes critiques de défense et de sécurité du gouvernement américain. Les attentes du marché à l'égard des bénéfices de KeyW sont actuellement inférieures à l'estimation qu'en fait l'entreprise basé sur ses contrats pour 2018 et nous nous attendons à ce que KeyW surprenne à la hausse en 2018 vu que toute nouvelle entente qu'elle conclura est susceptible de faire augmenter les attentes des acteurs du marché. En outre, assortie d'un rendement à l'échéance (2019) de 10 %, l'obligation convertible offre également un potentiel de croissance si jamais les fonds propres retrouvaient leurs niveaux record de 2016.

Actions privilégiées de Bell Canada, série « J ». Nous aimons les obligations à taux variable indexées sur le taux directeur parce que nous estimons qu'elles se vendent à un escompte par rapport à la courbe des rendements à court terme des obligations d'entreprises en \$ CA. C'est bien le cas pour les actions privilégiées de série « J » de Bell Canada qui offrent un rendement de 4 % sur la base des dividendes actuels et de 5,2 % sur la base des dividendes après impôts. Ces rendements devancent de loin le rendement de 1,75 % offert par les obligations de BCE assorties d'une échéance de 2018. Au fil du temps, nous nous attendons à ce que l'écart entre les obligations à taux variable et le crédit à court terme de BCE rétrécisse et cela devrait faire augmenter le prix des actions privilégiées. Compte tenu du fait qu'elles se négocient actuellement à 19,85 \$ par action, nous estimons que les actions privilégiées de série « J » de BCE offriraient plus de valeur que les obligations à court terme de

l'entreprise même si elles ne se vendaient qu'à leur juste valeur. En outre, vu que la probabilité de défaillance de BCE est inférieure à 0,01 %, nous sommes pleinement satisfaits de notre position et de l'émetteur.

### Positionnement du Fonds

Le rendement à l'échéance du Fonds au 31 décembre était de 5,1 %, son rendement actuel était de 4,5 % et la durée moyenne de ses instruments comportant une date d'échéance était de 2,6 ans. Il comporte une pondération de 4,8 % dans des titres en détresse achetés à un prix de restructuration dont le rendement théorique n'est pas inclus dans le calcul ci-dessus. La trésorerie représentait 7,1 % du portefeuille total au 31 décembre.

Geoff Castle

Le 3 janvier 2018

Pour le rendement normalisé complet, veuillez visiter : <http://www.penderfund.com/funds-and-performance>

# PENDER

Forward thinking. Finding value.



[www.penderfund.com](http://www.penderfund.com)



@penderfund



Gestion de capital PenderFund

*Les fonds communs de placement peuvent comporter des commissions de vente, des commissions de suivi, des frais de gestion et des dépenses. Veuillez lire le prospectus simplifié avant d'investir. Les taux de rendement indiqués correspondent à des taux de rendement composés annuels globaux historiques qui tiennent compte des variations de la valeur liquidative et qui sont présentés nets des frais de gestion et d'administration. Ils excluent les frais de souscription, les frais de rachat et les frais facultatifs, de même que tout impôt à payer par tout porteur de titres, lesquels montants viendraient réduire ces rendements. Les fonds communs ne sont pas garantis, leur valeur change fréquemment et leur rendement antérieur ne se répète pas forcément. Cette communication est destinée aux fins de renseignements seulement et ne constitue pas une offre de vente ou d'achat de nos produits ou services. Il ne vise pas à fournir des conseils en matière de placements ni des conseils financiers à l'égard de n'importe quel sujet et n'est fourni qu'à titre indicatif. Tout a été fait pour veiller à l'exactitude de l'information figurant à la présente. Certaines des déclarations faites peuvent contenir des énoncés prospectifs impliquant des risques connus et inconnus, des incertitudes et d'autres facteurs qui pourraient influencer sur les résultats réels, sur*

© Copyright PenderFund Capital Management Ltd. Tous droits réservés. Janvier 2018

*lement différents des tifs.*